

The Banker's View – October-November 2004

Stabilité et fermeté de l'euro ; faiblesse de la croissance européenne

Jean-Pierre PATAT

(écrit fin octobre 2004)

Abstract

A stable and rather firm Euro, a weak European economic growth

Our spring forecast of a relative stability of the exchange rate euro/dollar has been verified until recently, with limited fluctuations between 1,20 and 1,24. In spite of the very recent depreciation of the dollar, the examination of possible evolutions for the major components of the balance of payment suggest that the European currency will not strengthen significantly over the next few months: surplus of the European current account but negative balance for direct investments, partly linked with the comeback of a visible growth gap between the US and Europe, and a slight negative balance of the portfolio flows.

So, the divergent evolutions of the main capital flows reflect a long-lasting situation of slow European growth, related to the demographic situation, reduced labor force, and low productivity. This situation requires structural and unpopular corrective measures, particularly to increase the activity rate and to have a new approach in the immigration policy.

But we can be pleased that this situation does not cause a depreciation of the European currency (as it was observed in 1999 and 2000). A stable and relatively firm euro, which supports a greater autonomy of the European financial market is favorable over the medium-term to a more robust European growth.

Dans notre note du début mai, nous formulions l'hypothèse du maintien d'une relative stabilité du cours euro/dollar, à un niveau proche de 1,20, après un recul assez net par rapport au pic proche de 1,30 observé dans les premières semaines de l'année. Effectivement, ce cours s'est maintenu jusqu'à récemment à l'intérieur d'une bande de fluctuation de 1,20 à 1,24, le plus souvent dans la partie basse de cette marge de moins de 3,5%, somme toute modeste pour la relation entre deux monnaies mondiales impliquées dans une part dominante des opérations de change de la planète.

L'observation des montants et du sens des mouvements de capitaux ayant affecté la zone euro depuis le début de 2004 apporte un support explicatif cohérent aux évolutions des taux de change de la monnaie européenne. Leur analyse permet en outre de formuler quelques tentatives de prévisions sur les tendances de moyen terme.

Le solde des mouvements de capitaux que l'on peut considérer comme « structurels », paiements courants, investissements directs et mouvements de portefeuille, assez nettement positif jusqu'au début de 2004, a depuis, brièvement reflué, puis est resté ensuite globalement neutre. Sur les six premiers mois de 2004, ce solde a été quasiment à l'équilibre : positif pour les transactions courantes (+21,6 milliards d'euro), négatif pour les investissements directs (-28,5 milliards), faiblement positif pour les investissements de portefeuille (+7,7 milliards).

Comment peut-on projeter, à partir d'une analyse similaire, l'évolution à moyen terme des cours de change? La relative stabilité observée depuis plusieurs mois s'est interrompue au cours des derniers jours d'octobre, avec un net décrochage de la monnaie américaine, le cours de l'euro atteignant 1,28 dollar. Prix du pétrole, créations d'emplois aux Etats-Unis décevantes, on peut trouver de multiples raisons à ce brusque accès de faiblesse. Ajoutons le déficit des transactions courantes qui, selon l'humeur du moment suscite chez les analystes, indifférence ou inquiétude. Dans la mesure où les opérateurs du marché des changes gardent encore très souvent « le nez sur le guidon » et agissent en fonction de ce que fait le voisin, cet affaiblissement du dollar pourrait s'auto entretenir quelques temps. Sommes nous pour autant au début d'un nouveau processus de hausse significative et durable de la monnaie européenne? Les prévisions raisonnées que l'on peut faire sur les mouvements de capitaux « structurels » ne devraient pas aller dans ce sens, et ce pour des raisons dont certaines, malheureusement ne rendent pas optimistes pour la croissance de la zone euro.

Le différentiel de croissance entre les Etats-Unis et l'Europe, qui avait momentanément disparu à la suite de l'éclatement de la bulle technologique, est réapparu. Il sera de près d'un point et demi en 2004, et l'on peut parier sur son maintien. Dans la mesure où les échanges extérieurs de la zone euro concernent pour plus de 60% la zone dollar, cette situation devrait continuer d'engendrer un solde positif des transactions courantes et un solde négatif des investissements directs, en liaison avec l'attractivité retrouvée du site américain. Les montants observés n'atteignent toutefois pas, et n'atteindront sans doute pas, ceux de 1999 et 2000, années durant lesquelles l'euro s'était fortement déprécié. Nous faisons l'hypothèse que les flux négatifs d'investissements directs équilibreront à peu près les flux positifs engendrés par le solde des paiements courants (actuellement sur un tendance de 50/60 milliards d'euros pour l'année, soit 0,7/0,8% du PIB). Reste le solde des mouvements de portefeuille, quasiment neutre depuis le début de l'année, mais qui pourrait se dégrader quelques peu compte tenu de l'effacement progressif des écarts sur les échéances à court terme, d'un nouveau (petit) creusement du différentiel sur le dix ans favorable aux titres américains, et d'un marché d'action dont les perspectives peuvent sembler plus favorables Outre-Atlantique qu'en Europe durant les mois qui viennent.

Face à ces mouvements de fonds qui ne vont pas dans le sens d'un renforcement à moyen terme de l'euro, des variations de cours ponctuelles d'ampleur relativement importantes et pouvant durer plusieurs jours voire quelques semaines, sont évidemment possibles en liaison avec le contexte international et la conjoncture. Si on se réfère d'ailleurs aux indicateurs d'anticipation des marchés, on constate que « risk reversal » (défini pour simplifier comme la différence entre le prix d'une option d'achat euro/dollar et le prix d'une option de vente) qui variait depuis plusieurs mois autour de zéro, est, depuis plusieurs jours, modérément positif sur le un mois, reflet de la tension récente sur les cours. Mais la volatilité implicite sur les cours entre les deux devises a diminué et atteint à peine 9% sur le un mois.

Ajoutons enfin un autre bémol que, dans la mesure où les dix dernières années nous ont enseigné que tout était possible, et principalement le pire, notre analyse du maintien d'une relative stabilité à moyen terme du cours de l'euro pourrait bien sûr être violemment contredite par un « choc » géopolitique ou stratégique à l'échelle mondiale.

Excédent des paiements courants, déficit des investissements directs ; nous préfèrerions évidemment, à solde global des mouvements de capitaux équivalent, une configuration inverse qui reflèterait une plus vigoureuse croissance de la zone euro. Ainsi se confirme, après la brève parenthèse de l'éclatement de la bulle technologique, l'inquiétant retournement des tendances antérieures observé depuis le début des années 90 et qui a porté, à titre d'exemple, le PIB par habitant des Etats-Unis à un niveau supérieur de 40% à celui de la France, contre 15% en 1990. On connaît les raisons de cette infériorité européenne : gap démographique, force de travail très inférieure à celle de l'économie d'Outre-Atlantique, productivité en retrait du fait notamment de notre retard dans le développement de l'utilisation des nouvelles technologies. Toutes tendances lourdes que la politique conjoncturelle ne peut guère infléchir. Non, évidemment, que celle-ci n'ait aucun impact : il est clair, en particulier qu'aux Etats-Unis, la politique monétaire est, à mouvement de taux équivalents, beaucoup plus efficace pour relancer la demande qu'elle ne l'est en Europe. (Nous reviendrons sans doute dans une prochaine note sur ce point, à nos yeux très important.) Mais la situation européenne exige des mesures structurelles aussi douloureuses qu'impopulaires (accroissement du taux d'activité, plus grand recours à l'immigration...)

On doit se féliciter, en revanche que l'attractivité du site américain n'entraîne pas, comme en 1999 et 2000 une dépréciation de l'euro. Outre le fait qu'une excessive volatilité des changes est préjudiciable à l'activité économique et à la stabilité financière, le maintien du cours de l'euro à un niveau, certes relativement élevé mais qui ne semble plus susciter de trop graves inquiétudes de compétitivités, réduit de près de 12% l'impact sur nos indices de prix de la hausse des cours du pétrole. Enfin et peut-être surtout, une monnaie européenne stable et relativement ferme devrait être progressivement confortée dans son rôle de monnaie mondiale, évolution qui ne peut que favoriser une plus grande autonomie des marchés financiers européens vis-à-vis des marchés américains. Cette autonomie est souhaitable, non pour des raisons de prestige mais parce que la dépendance actuelle est certainement préjudiciable à la croissance européenne.